

Informe trimestral

La nostra visió dels mercats

Canta!

Les caigudes de l'any passat han sumit els inversors en el pessimisme i no han participat en les pujades d'aquest any. Creiem que les perspectives actuals per al creixement econòmic i dels beneficis empresarials se superaran i que les valoracions tenen marge de millora, i més ara que els bancs centrals han decidit fer una pausa.

En una de les pel·lícules preferides de dibuixos animats del meu fill, hi ha una escena en què un dels personatges li diu a un altre "Crec que has tocat fons", i aquest últim li replica que "el que té de bo tocar fons és que des d'aquí només pots anar en una direcció: cap amunt". Sense pretendre-ho (suposo, vaja, perquè la pel·lícula, *Canta!*, va d'un concurs de cant entre animalets. Molt recomanable, per cert), s'estava donant un dels millors consells que es poden donar a un inversor. Com més fosc sigui el panorama, com més li demanin els seus instints vendre, més a prop està el final de la tempesta i més ha d'utilitzar-los per comprar.

L'any passat va marcar el rècord en nombre d'actius que van acabar un curs en negatiu. El desembre, molts indicadors de sentiment inversor estaven en zones de pessimisme extrem. Vam aconsellar aleshores la compra agressiva, ja que semblava que si s'analitzava la situació intentant desproveir-la d'emocions, les coses no eren ni molt menys tan dramàtiques. El 2019 va començar amb molt bon peu. Acaba el trimestre i la temptació és recollir guanys. L'economia sembla que continua sense recuperar el pols previ, quan no es troba en una acusada desacceleració, com en el cas del vell continent. I el que preocupava els inversors —com el Brexit o les guerres comercials de Trump— segueix sense resoldre's.

Creiem, tanmateix, que cal mantenir-se invertit i tenir una mica més de paciència. Per començar, perquè encara que recollir guanys no té res de dolent —nosaltres ho hem fet, tot i que només parcialment—, primer cal haver-ne tingut. La majoria dels inversors no ha participat del rebot i, de fet, hi ha hagut sortides netes de la renda variable durant tot l'inici d'any. És un indicador que seguim molt de prop: tots aquests inversors que van vendre en caigudes tindran la temptació de

tornar al mercat si la pujada té continuïtat. I hauria de ser el cas. Creiem que durant aquest segon trimestre el *Brexit dur* quedarà definitivament descartat i que Trump i Xi Jinping s'asseuran a signar un acord comercial. Els bancs centrals, amb la Fed al capdavant, han apartat qualsevol intenció de ser més restrictius en política monetària, cosa que sol ser molt favorable per als actius de risc, sobretot tenint en compte que encara gaudeixen de valoracions relativament deprimides, que no responen a l'escenari més probable en els pròxims mesos. Els Estats Units —la principal economia mundial— continuen gaudint d'una salut excepcional. Sense més pujades de tipus, amb l'atur per sota del 4%, amb els salaris dels més desafavorits creixent per fi i amb les rebaixes fiscals que encara actuen de vent de cua, una recessió sembla altament improbable en els pròxims mesos (recordin, a més, que el 2020 hi ha eleccions i segur que Trump no voldrà presentar-se a la reelecció amb un mal entorn macro). Les desacceleracions de la resta del planeta semblen més que posades en preu, especialment a Europa, amb una contracció tan acusada que es fa difícil pensar que alguna cosa pugui sortir encara pitjor. Els analistes han rebaixat tant les seves perspectives de creixement de beneficis empresarials que no hauria de ser difícil una sorpresa a l'alça. Així doncs, creiem que, a diferència de la renda fixa, en què els diferencials de crèdit ja s'han comprimit molt i no sembla que tinguin gaire més recorregut, la renda variable i els actius emergents continuen tenint bon pronòstic. La nostra opinió és que els inversors ho veuen encara massa negre. I ja els ho hem dit: quan alguna cosa sembli que toca fons... cantin!

David Macià, CFA
Director d'Inversions

ÍNDEX

- 2 Situació macroeconòmica
- 3 Renda fixa
- 4 Renda variable
- 5 Matèries primeres i divises
- 6 Llatinoamèrica

Estratègia

Assignació d'actius (2019 1T)

Monetari	▲
Renda fixa	▼
Renda variable	▲

Renda fixa

GOVERN:

Estats Units	▶
Eurozona	▼

GRAU D'INVERSIÓ:

Estats Units	▼
Eurozona	▼

HIGH YIELD:

Estats Units	▼
Eurozona	▼

MERCATS EMERGENTS



Renda variable

Estats Units	▶
Eurozona	▲
Japó	▲
Emergents	▲

Matèries primeres

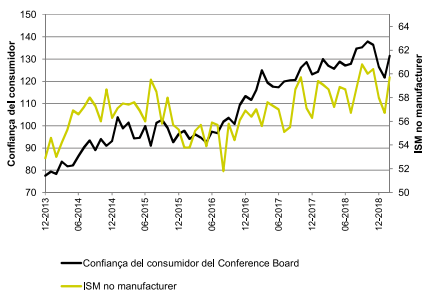
Petroli	▶
Or	▲

Divises

EUR/USD	▲
JPY/USD	▲

Situació macroeconòmica

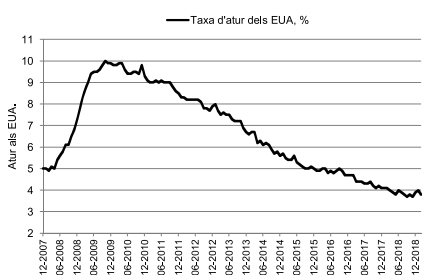
Confiança del consumidor del Conference Board, ISM no manufacturer



Font: Bloomberg

Segons els principals indicadors, les dades dels Estats Units s'estan estabilitzant.

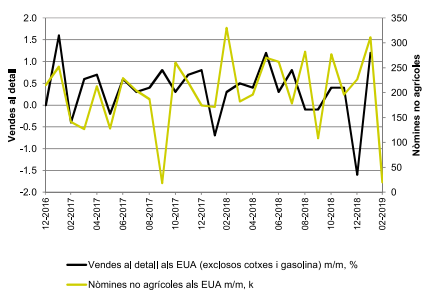
Atur als EUA



Font: Bloomberg

Hi ha hagut una millora constant de les dades econòmiques dels EUA durant el cicle actual.

Vendes al detall als EUA (exclosos cotxes i gasolina) i nòmines no agrícoles



Font: Bloomberg

Tot i que les lectures recents de vendes al detall i nòmines no agrícoles han estat força volàtils.

Llavors, els mercats saben alguna cosa més?

Així com la desacceleració econòmica de l'any passat va estar precedida per una caiguda borsària comparable només a la que va tenir lloc el 2011 (S&P 500 -18,3%), el repunt del primer trimestre ha estat un dels més forts que s'ha registrat mai i, de fet, sembla que les dades econòmiques almenys s'han estabilitzat.

Un grup d'indicadors clau dels Estats Units apunten a aquesta estabilització: l'índex de confiança del consumidor de The Conference Board, l'índex no manufacturer de l'ISM i l'índex de sentiment del consumidor de la Universitat de Michigan, per anomenar-ne alguns. També hi ha alguns signes de millora a Europa i als mercats emergents, com la recuperació de l'índex de confiança del consumidor europeu i el fet que el PMI Caixin xinès s'estigui movent novament cap a 50. És massa aviat per dir que la resta del món està seguint el seu exemple, però això és el que sembla que diuen els mercats. Si tenen raó, aviat hauríem de veure el repunt de l'índex manufacturer de l'ISM i el PMI europeu per sobre de 50.

Fins i tot així, som lluny dels màxims del 2018 en termes d'indicadors macro i estimacions d'analistes, ja que tots els índexs principals de sorpreses econòmiques es troben en vermell, malgrat que les previsions de consens s'han revisat fortament a la baixa. Els temors d'una guerra comercial han afectat clarament l'economia global i el col·lapse de la producció industrial alemanya n'és potser la millor prova. Potser no és exagerat dir que el futur de l'expansió econòmica continuada depèn de l'encaixada de mans entre Donald Trump i Xi Jinping. Donant per fet que hi haurà un alto el foc, creiem que l'economia mundial té espai per créixer, ateses les bretxes de producció baixes/negatives i la persistent manca de pressió inflacionària. Per bé que el cicle econòmic actual ha estat un dels més llargs que s'han registrat, també ha estat un dels més lents.

També som testimonis d'un patró emergent de més volatilitat de les dades. Aquells que seguïu els comentaris del mercat segurament heu notat que el terme «volatilitat» ara surt molt sovint; una frase típica és: «la nostra postura és positiva, però hem d'esperar més volatilitat en el futur». Això vol dir, essencialment, que a mesura que els inversors es posen més nerviosos cap al final del cicle i, per tant, estan més sensibles davant de qualsevol mala notícia, els mercats tendeixen a corregir-se amb més freqüència.

Tanmateix, també és cert que la volatilitat, és a dir, la magnitud dels moviments del mercat, ha estat particularment baixa aquests últims anys, en part gràcies a la poca variabilitat en les dades econòmiques. A tall d'exemple, vegem l'atur als Estats Units: bàsicament, està baixant en línia recta des del 2010! Això podria estar a punt de canviar, ja que les últimes vendes al detall van trencar el consens després d'haver-se quedat molt enrere en la lectura anterior.

El futur de l'expansió econòmica continuada podria dependre de l'encaixada de mans entre Donald Trump i Xi Jinping

Va passar el contrari amb les nòmines no agrícoles, un dels indicadors clau dels Estats Units, que es van revertir al febrer (fins a només 20.000) després d'augmentar fins a 311.000 al gener. Les exportacions xineses també han estat particularment inestables. Després d'un gener molt fort, va haver-hi una caiguda inesperada del 21% al febrer, suposadament a causa de les distorsions de les festes de l'Any Nou Lunar. Tanmateix, és difícil creure que els analistes no ho tinguessin en compte. De qualsevol manera, amb menys visibilitat en les dades econòmiques, la volatilitat es pot explicar per alguna cosa més que la mera psicologia de l'obtenció de guanys. Però, un cop més, havent-se tornat tan volàtils el 2018, els mercats sembla que ja ho saben.

Aleksandra Tomala, CFA, CAD
Gestor Multiactiu i Clients
Institucionals Sènior

Renda fixa

Hi ha vida més enllà dels bancs centrals?

A començament de l'any 2019 hem assistit a un rebot dels actius de risc gràcies al fet que els inversors han posat el focus en els senyals més *dovish* dels bancs centrals en comptes de centrar-lo en la tendència del debilitament en el creixement.

En l'última reunió del BCE, Mario Draghi va assenyalar un entorn de debilitat i ple d'incerteses: l'augment del proteccionisme, que ha suposat una desacceleració del comerç i de la producció global, el risc polític, en què destaca el Brexit, i la vulnerabilitat dels mercats emergents, amb una atenció especial a la Xina. I va anunciar noves mesures: mantenir els tipus al mateix nivell almenys fins a final del 2019 (si continua així, Draghi serà el primer president del BCE que no haurà apujat mai els tipus, tenint en compte que acaba el seu mandat a l'octubre) i una nova sèrie d'operacions trimestrals de finançament en un termini més llarg amb un objectiu específic (TLTRO-III), que començarà el setembre del 2019 i que pretén que el crèdit continuï fluint en l'economia.

El marge disponible actual dels bancs centrals és més petit que quan van iniciar les mesures d'expansió quantitativa

Les mesures extraordinàries que han implementat els principals bancs centrals per superar la crisi financera sembla que arrelaran. La Fed, que havia iniciat la normalització monetària, va parar en sec les esperades pujades de tipus i pensa acabar la reducció del seu balanç en un termini més curt. El Banc del Japó continua amb mesures quantitatives i els tipus al voltant del 0% durant els últims deu anys i el BCE aplica noves mesures per fer que l'economia de la zona euro sigui més resistent.

Encara que els bancs centrals es mantenen prudents a seguir amb una normalització monetària, tot apunta que el marge disponible és més petit que quan es van iniciar. Només cal prestar atenció a l'evolució de les paraules de Draghi, que ha passat de dir en la seva famosa frase del 2012: "Faré tot el que calgui per salvar l'euro i, creguin-me, serà suficient", a dir en l'última reunió del BCE, de març de 2019, fent referència al context econòmic: "En una habitació fosca et mous amb passos petits; no corres, però sí que et mous". Noten

la diferència? Al principi es podia córrer, però ara es poden fer petits passos.

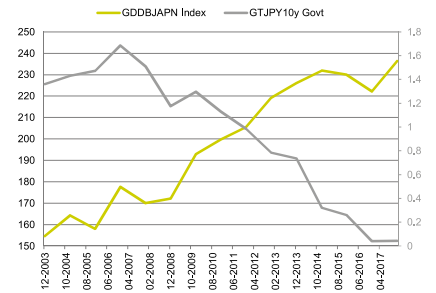
Una millor coordinació entre l'aspecte fiscal i la política monetària ajudaria l'economia en una desacceleració. Als Estats Units, Donald Trump ja ha aplicat una política fiscal expansiva després d'anys d'expansió econòmica, i a Europa, segons el resultat de les eleccions europees del mes de maig, pot haver-hi una pressió més forta per adoptar aquestes ajudes fiscals malgrat els mecanismes de contenció del dèficit i de control del deute que han acordat els països europeus.

Actualment, als Estats Units debaten sobre l'anomenada teoria monetària moderna, els grans defensors de la qual són al Partit Demòcrata (Bernie Sanders, que lidera les enquestes per optar a la presidència dels Estats Units, o Alexandria Ocasio-Cortez, activista i flamant nova congressista). Bàsicament, proposen imprimir diners (o prémer una tecla, en la versió actual), però, en comptes de comprar bons com en el QE, fer-los servir per finançar projectes socials, mediambientals, en infraestructures, etc. Els partidaris d'aquesta teoria argumenten que, mentre prenguin prestat en la seva pròpia moneda i puguin imprimir diners per cobrir les seves obligacions, no poden fer fallida, i el límit estaria en el fet que augmentés la inflació.

Aquesta situació, en què les despeses fiscals s'injectarien directament en l'economia real en comptes d'agafar un camí més indirecte de la flexibilització quantitativa, hauria de fer que la inflació pugés, però, és clar, tot el que s'ha après sobre macroeconomia s'està posant en dubte, perquè fins ara els dèficits no han provocat una inflació galopant ni una fugida dels mercats de bons. Encara amb aquesta consideració, sembla raonable que aplicar aquestes mesures significaria un deute més elevat, que afectaria la solvència dels països i, amb un dèficit més alt, els tipus tendrien a pujar i afectarien els bons, i els actius que previsiblement millor ho farien serien els béns immobles i les inversions en infraestructures o en recursos bàsics, com l'or.

*Josep Maria Pon, CIIA
Director de Renda Fixa i AMM*

% de deute govern japonès sobre PIB (GDDBJAPN) vs rendibilitat bo govern japonès a 10 anys (GTJJPY10Y)

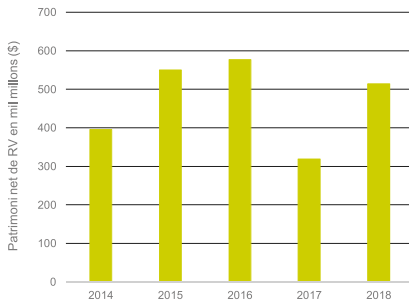


Font: Bloomberg

Comparació entre l'evolució del deute japonès i els tipus d'interès del bo del govern a 10 anys

Renda variable

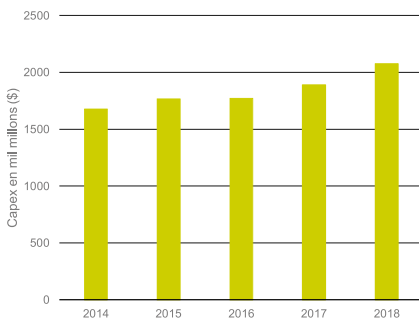
Disminució del patrimoni net de RV



Font: Reserva Federal

Les disminucions netes en patrimoni de renda variable són equivalents a les recompres netes. El nivell del 2018 era, en realitat, inferior al nivell assolit el 2016.

Despeses de capital (Capex)



Font: Reserva Federal

Les despeses de capital (Capex) han continuat augmentant.

Culpar les recompres

Durant el 2018, les corporacions dels Estats Units van anunciar més d'1 bilion de dòlars en recompres. Diversos polítics liberals consideren les recompres com un mecanisme perquè l'equip directiu i els accionistes s'enriqueixin a costa de reinvertir en el negoci.

Una de les principals promeses de campanya de Donald Trump va ser reformar i reduir l'estructura impositiva corporativa. Trump va complir la seva promesa amb l'aprovació de la Llei de retallades fiscals i ocupació del 2017. Es va vendre al poble estatunidenc com una manera de fer que les corporacions del país fossin més competitives en el mercat global. Això, de retruc, portaria les empreses a fer inversions més grans en els seus negocis (augmentant la inversió de capital) i, en última instància, crearia més llocs de treball.

Ara que som a setze mesos de les eleccions presidencials del 2020, diversos demòcrates destacats han començat a fer campanya formalment. Un principi clau en la seva retòrica és que les retallades d'impostos corporatius aprovades per Trump i el Congrés republicà són perjudicials perquè creen més desigualtat en la riquesa ja que les empreses utilitzen els guanys inesperats en les recompres d'accions. L'equip directiu podria optar per fer una recompra si creu que l'empresa està infravalorada en relació amb les seves oportunitats d'inversió. Implica fer servir el capital excedent de la companyia per recomprar accions en circulació en el mercat obert o mitjançant una oferta especial. La recompra redueix el nombre d'accions de la companyia, amb la qual cosa disminueix la base sobre la qual es distribueixen els guanys i augmenta el benefici per acció (BPA).

Per què les recompres d'accions s'han convertit en un objectiu polític?

Als Estats Units, les recompres d'accions han superat els dividendes com a mètode favorit de les companyies per tornar efectiu als accionistes, a diferència d'Europa, on els dividendes continuen sent l'opció predominant. Les recompres tenen alguns avantatges clars sobre els pagaments de dividendes, ja que poden augmentar el BPA, normalment tenen un impacte més directe en el preu de les accions i, quan l'economia es deteriora, és molt menys dolorós per a una empresa reduir les seves recompres que reduir el seu dividend. Finalment, segons un estudi fet per Goldman Sachs, les companyies que fan recompres

tendeixen a tenir millors rendiments que el mercat de valors general.

El candidat a la presidència, el senador Bernie Sanders, i el líder de la minoria del Senat Chuck Schumer han proposat una llei que obligaria les companyies a proporcionar prestacions de jubilació, cobertura mèdica, un salari mínim de 15 \$/h i set dies de baixa per malaltia retribuïda com a condició prèvia per a la recompra. Els dos senadors han escrit que "l'objectiu és reduir l'excessiva dependència de les recompres alhora que s'incentiva la inversió productiva del capital corporatiu". Sembla que creuen que les empreses s'enfronten a una proposta amb dues alternatives: les recompres davant les inversions de capital.

Però és cert això? Un estudi de l'MSCI del 2018 afirma que no es van trobar "proves que les companyies puguin estar desviant recursos a recompres en comptes de reinvertir en les seves companyies". A més, les recompres netes del 2018 van estar per sota del nivell assolit el 2016, mentre que les despeses de capital van continuar pujant (gràfics 1 i 2).

Una altra candidata presidencial, la senadora Elizabeth Warren, creu que els Estats Units haurien de seguir l'exemple alemany, segons el qual els treballadors trien el 40% dels membres de la junta. Segons la seva opinió, això produiria menys recompres en benefici propi i augmentaria la inversió de capital i el salari dels treballadors. Desafortunadament per a Warren, en les últimes dues dècades les companyies alemanyes han invertit menys que els seus homòlegs estatunidencs, mentre que els treballadors dels Estats Units han tingut augmentos salarials més alts.

Finalment, l'efectiu que es gasta en recompres no desapareix sense més ni més. En general, es gasta en béns o serveis que tornen a les corporacions, cosa que alimenta l'economia, o es reinverteix en els mercats financers.

Charlie Castillo
Gestor Sènior

Matèries primeres i divises

MATÈRIES PRIMERES

El 2016 com a referència?

Què va passar a principis del 2016? S'hi poden trobar similituds amb l'actualitat? A principis del 2016 hi havia la por d'un *hard landing* a la Xina. Es temia que el país asiàtic (que representa gairebé la meitat del creixement econòmic mundial) patís una desacceleració important i que el seu creixement baixés del 7% al 6,5%. En conseqüència, les matèries primeres van tenir caigudes fortes davant la por a un descens de la demanda.

I, avui, què veiem? Les disputes comercials entre els Estats Units i la Xina han provocat una aturada del comerç. Els seus efectes s'observen ara en indicadors de demanda: el PMI manufacturer de la Xina del febrer va tornar a ser decebedor i les noves comandes apunten al nivell més baix que s'hagi vist mai en aquestes dates de l'any. Alguns defensen que el PIB de la Xina caurà aviat per sota del 6% (des del 6,5% actual). Així, durant l'últim trimestre del 2018, els índexs de matèries primeres van caure més d'un 30%.

Què va passar llavors? Què passarà ara? Aquell any, el Banc Central de la Xina (que sembla el més flexible de tots els bancs centrals) va aplicar polítiques monetàries

expansives que van fer reflotar l'economia xinesa i, gràcies a això, vam veure un fort rebot de les primeres matèries. Actualment, els organismes xinesos ja han començat a aplicar un paquet d'estímuls semblants als de fa tres anys. Aquest començament d'any ja s'ha vist que les dades de crèdit han repuntat després de molts mesos amb descensos. Tenint en compte la sensibilitat de les matèries primeres al que s'ha descrit, es podria esperar que continués el repunt d'aquest any i que es poguessin recuperar els màxims de l'any passat en relativament poc temps (sobretot alguns metalls industrials).

*Miguel Ángel Rico, CAIA
Analista d'inversions*

DIVISES

Seguim esperant un dòlar més feble

Ens pensàvem que la perspectiva d'una convergència en el creixement global i en els tipus d'interès, juntament amb la reducció dels riscos polítics, significarien el final de la fortalesa del dòlar. Encara que en certa mesura tots aquests fets s'han produït, el dòlar s'ha mantingut en un rang. Què és el que no vam saber veure?

Al gener, la Fed va fer un gir radical i va adoptar una postura molt més *dovish*, amb la qual cosa els mercats descompten ara una única pujada durant el 2019, i no quatre. No obstant això, amb unes dades macro mediocres, altres bancs centrals han seguit el camí de la Fed i alguns operadors del mercat fins i tot pensen que el BCE no arribarà mai a apujar interessos dins d'aquest cicle. Doncs, encara que el diferencial entre els rendiments a dos anys dels Estats Units i Alemanya s'ha comprimit de 40 punts bàsics al llarg d'aquests tres últims mesos, això no ha afectat de cap manera el tipus de canvi. Només cal dir que el moviment ha vingut exclusivament d'uns tipus més baixos als Estats Units i haurem de veure els tipus d'interessos europeus movent-se a l'alça per sustentar una reversió del posicionament llarg en dòlar.

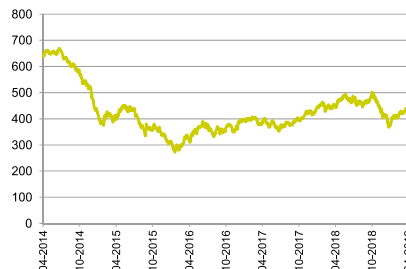
De la mateixa manera, tot i que les dades macro dels Estats Units s'han debilitat, les dades mediocres a la zona euro han frenat l'enfortiment de l'euro. Però les previsions per a la regió s'han rebaixat tant que, de cara al futur, serà molt fàcil tenir alguna sorpresa positiva que doni suport a l'euro.

Pel que fa als riscos polítics, sembla que la Xina i els Estats Units estan a prop d'arribar a un acord, Itàlia s'ha alineat més amb els desitjos de la Comissió Europea i la possibilitat d'un Brexit sense acord s'ha reduït. No obstant això, és probable que les incerteses persistents hagin refrenat el suport a l'euro.

És evident que la nostra recomanació es va produir massa aviat, però creiem que el temps ens donarà la raó. Tanmateix, serà clau una millora en les dades macro a la zona euro i, amb això, uns tipus d'interès més alts.

*Jadwiga Kitovitz, CFA
Responsable Gestió Multiactiu
i Clients Institucionals*

Evolució del preu del petroli



Font: Bloomberg

Els estímuls de les autoritats xineses ja van impulsar el preu de les primeres matèries en el passat. Es podria tornar a veure.

Tipus de canvi EUR/USD

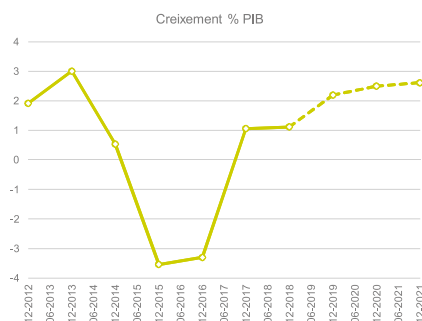


Font: Bloomberg

Malgrat una postura molt més *dovish* de la Fed, el dòlar s'ha mantingut en el mateix rang.

Llatinoamèrica

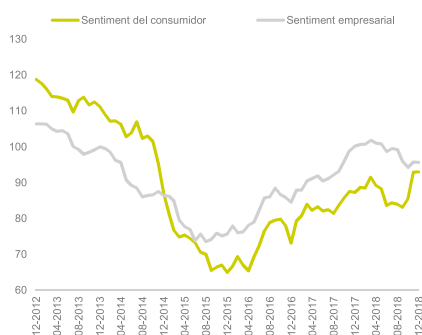
Previsió de creixement econòmic al Brasil



Font: Bloomberg

S'estima que el Brasil serà el motor econòmic de la regió, amb un creixement del 2,3% i el 2,5% per als pròxims anys

Sentiment econòmic al Brasil



Font: Bloomberg

El sentiment econòmic al Brasil s'ha recuperat fortament, impulsat per una obertura comercial més gran.

Evolució de les condicions financeres al Brasil



Font: Bloomberg

Des dels mínims assolits el 2016, les condicions financeres han millorat notablement al Brasil. Si s'aconsegueix un avenç en la reforma de les pensions, aquesta millora podria continuar.

Incertesa per la reforma de les pensions

Hi ha la teoria que si s'aprova la reforma de les pensions al Brasil portaria més creixement, una reducció en el risc de país i grans entrades de capital estranger. Tot això, combinat amb una política monetària més expansiva, col·locaria el país novament en el camí de l'alta qualitat creditícia.

Durant dècades, l'Amèrica Llatina ha estat present en els titulars mundials, encara que sovint per raons negatives, com les campanyes electorals polaritzades al Brasil i Mèxic, problemes amb el deute argentí i la cobertura que es va donar a la crisi migratòria a l'Amèrica Central. Per a molts, ha estat la regió menys atractiva del món on fer negocis. Mentre que l'Europa occidental, els Estats Units, el Canadà, el Japó i altres països desenvolupats continuen beneficiant-se del comerç mutu, els països de parla hispana i portuguesa de l'hemisferi occidental han quedat rессagats, sovint a causa de la hiperinflació i la inestabilitat política que caracteritza la regió. No obstant això, per bé que els climes d'inversió varien molt segons el país, molts països llatinoamericans s'estan posant al dia i actualment presenten oportunitats atractives d'inversió.

Una resolució de la guerra comercial entre els Estats Units i la Xina és gairebé imminent i el recent canvi de postura de la Reserva Federal cap a un to més moderat ha fet que l'escenari macroeconòmic extern passi a un segon pla, i tot això ha posat les narratives domèstiques en el centre d'atenció dels inversors. S'espera que la recuperació en el creixement de la regió sigui liderada pel Brasil, l'economia més gran de la zona per PIB.

És impossible parlar de l'Amèrica Llatina sense centrar la conversa en el Brasil, el gegant de la regió. Amb el seu nou president d'extrema dreta en el poder (Jair Bolsonaro), el sentiment econòmic s'ha tornat molt positiu, principalment a causa de les iniciatives polítiques que vol implementar. Iniciatives que consoliden 1) reformes de la seguretat social (reforma de les pensions), 2) desinversions d'actius (privatitzacions/concessions), 3) reforma tributària i 4) obertura comercial. Tot això, en un esforç per equilibrar el dèficit present en la seguretat social i, per tant, donar estabilitat als comptes públics de la nació.

Per a molts, el pilar més important de la política de Bolsonaro és la seva atrevida proposta de reforma de la seguretat social, que es va presentar al congrés a mitjan febrer. Segons funcionaris del govern, aquesta nova proposta preveu un estalvi de

1.167 bilions de reals en deu anys. Aquesta quantitat és significativament més alta que la que va proposar originalment el president anterior (Michel Temer), que era de 780,8 bilions. En la nova proposta, bona part dels estalvis provindran de canvis en les regles per a la jubilació dels treballadors públics i privats, ja que l'edat mínima s'incrementa fins als 62 anys per a les dones i fins als 65 per als homes. La proposta també inclou un pla per fer que les contribucions a les pensions siguin més progressives: augmenta la taxa de contribució per a les llars amb ingressos més alts, mentre que redueix la taxa de contribució per als treballadors amb ingressos més baixos.

Molts gestors de fons no estan del tot invertits a la regió i esperen més claredat sobre la reforma de les pensions

Aprovar aquesta reforma al congrés serà difícil i els mercats ja han començat a tenir certs dubtes sobre els temps i la capacitat del govern per implementar aquestes reformes, atesa la fragmentació i la polarització política del congrés. A més, la recent detenció de l'expresident Michel Temer ha afegit encara més incertesa al panorama.

Per bé que el president Bolsonaro sembla que estar prenent les decisions econòmiques correctes, qualsevol ensopegada en la implementació de la reforma les pensions podria canviar el sentiment econòmic a la regió.

Malgrat l'agitació actual, el Brasil continua sent l'economia amb més potencial de la regió. S'espera que l'economia creixi a una taxa del 2,3% aquest any i el 2,5% l'any vinent, amb el suport d'unes condicions financeres més relaxades, la intensificació en la privatització d'empreses estatals i la retòrica d'una política monetària expansiva.

Eduardo A. González Ciccarelli
Analista d'inversions

Avís legal

Aquest document ha estat preparat per Crèdit Andorrà Financial Group.

Aquest document serveix únicament per ser distribuït en forma permesa en dret. No està adreçat a la distribució ni a l'ús de cap persona o entitat que sigui ciutadà o resident de qualsevol jurisdicció on la distribució, publicació, disponibilitat o ús fossin contraris a les lleis o regulacions, o fes que Crèdit Andorrà Financial Group quedés subjecte a qualsevol requeriment de registre o llicència dins de la jurisdicció esmentada. La informació continguda en aquest document representa l'opinió dels analistes de Crèdit Andorrà Financial Group sobre mercats i podrà ser modificada i/o actualitzada sense cap avís previ. Aquest document conté únicament informació general i, tot i haver obtingut aquesta informació de fonts considerades fiables, ni Crèdit Andorrà Financial Group ni els seus analistes garanteixen ni es responsabilitzen que la informació continguda sigui completa o exacta. Els analistes financers i les altres persones competents que poguessin estar implicades en l'elaboració i difusió d'aquest document són independents de les que tinguin un interès rellevant amb l'objecte de l'informe en qüestió. En cap cas no existeix compromís ni cap vinculació amb els emissors per elaborar informes favorables. Les declaracions incloses en aquest document en cap cas no han de ser considerades com a fets fàctics i contrastats, alhora que les projeccions i estimacions sobre condicions econòmiques i previsions sobre el desenvolupament de la indústria queden subjectes a canvis sense cap notificació prèvia. Certa informació inclosa en aquest document fa referència a "projeccions de futur" que poden ser identificades per l'ús de formes verbals com ara "podrà", "hauria de", "s'espera", "s'estima" o mitjançant terminologia semblant, tant en positiu com en negatiu. A causa de diversos riscos i incerteses, certs esdeveniments, resultats o llur acompliment real podran variar substancialment d'aquells reflectits o previstos en les esmentades projeccions de futur incloses en aquest informe. Els resultats obtinguts en el passat, haguessin estat positius o negatius, no es garanteix que es compleixin en el futur, per la qual cosa no poden servir com a indicador fiable de possibles resultats futurs ni com a garantia d'aconseguir aquests resultats. Les dades relatives a resultats dels instruments financers, índexs financers, mesures financeres o dels serveis d'inversió que aquest document pugui contenir, poden estar condicionades per l'efecte que deriva de les comissions, honoraris, impostos, despeses connexes i taxes que puguin suportar dits resultats bruts, cosa que pot provocar, entre d'altres efectes, una disminució d'aquests resultats, que podrà ser major o menor depenent de les circumstàncies particulars de l'inversor de qui es tracti.

Aquest document no constitueix cap oferta per part de Crèdit Andorrà Financial Group ni tampoc dels seus analistes i no podrà ser en cap cas considerat com una recomanació personal de compra o venda d'actius; tampoc no es podrà considerar que qualsevol estratègia d'inversió o recomanació realitzades en aquest document és idònia o apropiada per a les circumstàncies individuals d'un inversor. Ni aquest document ni el seu contingut no constituïran la base de cap contracte, compromís o decisió. Els lectors hauran de prendre llurs decisions d'inversió basant-se en llurs anàlisis pròpies així com en la recomanació dels assessors independents que considerin apropiats. En cap cas no es podrà entendre que mitjançant la distribució d'aquest document Crèdit Andorrà Financial Group o els seus analistes estan realitzant recomanacions personalitzades d'inversió. La negociació en mercats financers pot comportar riscos considerables i requereix d'un seguiment constant de les posicions actuals. Ni Crèdit Andorrà Financial Group ni cap dels seus analistes, empleats o directors no assumeixen cap responsabilitat per cap inversió o desinversió realitzada sobre la base d'aquest document ni per cap pèrdua que pogués esdevenir-se per una inversió o desinversió basada en aquest document. Qualsevol declaració continguda en aquest document que faci referència a informació, opinions o dades emeses per una tercera entitat representarà en qualsevol cas la interpretació que en pugui fer Crèdit Andorrà Financial Group, dades a les quals ha tingut accés en ser de caràcter públic o bé a través d'un servei de subscripció. Aquest ús i interpretació no ha estat revisat per la tercera entitat esmentada, per la qual cosa, ni Crèdit Andorrà Financial Group ni cap dels seus analistes no ofereix cap garantia, ni expressa ni implícita, que siguin exactes, íntegres o correctes.

La informació continguda en aquesta publicació és estrictament confidencial. Ni la totalitat ni part d'aquesta publicació poden ser reproduïdes, transformades, distribuïdes, publicades, reenviades o usades de cap manera sense el permís previ per escrit de l'autor. Cap publicació, modificació o actualització d'aquest material no està subjecta a cap periodicitat i no implica cap obligació per part de Crèdit Andorrà Financial Group.

Avís per a:

- **Inversors del Principat d'Andorra:** aquest document ha estat preparat per Crèdit Andorrà Financial Group i és distribuït per Crèdit Andorrà SA i/o Credi-invest SA, ambdues entitats autoritzades, regulades i supervisades per l'Autoritat Financera Andorrana (AFA).
- **Inversors d'Espanya:** aquest document ha estat preparat per Crèdit Andorrà Financial Group i és distribuït per Banco Alcalá, SA, entitat autoritzada, regulada i supervisada pel Banco de España i per la Comisión Nacional del Mercado de Valores.
- **Inversors dels Estats Units:** aquest document ha estat preparat per Crèdit Andorrà Financial Group i és distribuït per Beta Capital Management LLC (IARD No. 154894), un assessor d'inversions registrat aprovat per operar a l'octubre de 2012, i autoritzat, regulat i supervisat per la US Securities and Exchange Commission (S.E.C.).
- **Inversors de Luxemburg:** aquest document ha estat preparat per Crèdit Andorrà Financial Group i és distribuït per Banque de Patrimoines Privés, SA, entitat autoritzada, regulada i supervisada per la Commission de Surveillance du Secteur Financier (CSSF).
- **Inversors de Suïssa:** aquest document ha estat preparat per Crèdit Andorrà Financial Group i és distribuït per Private Investment Management, SA, entitat autoritzada, regulada i supervisada per l'Association Suisse des Gérants de Fortune. Aquest document no és producte de cap "Financial Research Unit" i no està subjecte a les "Directives on the Independence of Financial Research" de l'Associació de Bancs Suïssos. Aquest document no ha estat preparat d'acord amb els requisits legals i regulatoris per promoure la independència del research i no està subjecte a cap prohibició en referència a la seva difusió. Per tant, les restriccions regulatòries sobre Crèdit Andorrà Financial Group en relació amb qualsevol instrument financer mencionat en qualsevol moment abans de la seva distribució no seran d'aplicació.
- **Inversors de Mèxic:** aquest document ha estat preparat per Crèdit Andorrà Financial Group i és distribuït per CA México Asesores Patrimoniales en Inversiones Independientes SA de CV, entitat autoritzada, regulada i supervisada per la Comisión Nacional Bancaria y de Valores.
- **Inversors de Panamà:** aquest document ha estat preparat per Crèdit Andorrà Financial Group i és distribuït per Banco Crèdit Andorrà (Panamá), SA, entitat autoritzada, regulada i supervisada per la Superintendencia de Bancos i la Superintendencia del Mercado de Valores (SMV), i/o per Private Investment Management Advisors Panamá, SA, entitat autoritzada, regulada i supervisada per la Superintendencia del Mercado de Valores (SMV).



Research

Crèdit Andorrà Financial Group



Research

Crédit Andorrà Financial Group
